

# RD Saúde | RADL3

# Compra

## Raro nível de assimetria em seu valuation; Upgrade para Compra

### Indicação

Estamos elevando nossa recomendação de RD Saúde (RADL3) para **Compra** e atualizando nosso preço-alvo para **R\$ 32,00/ação** (de R\$ 28,20/ação), representando um *upside* de, aproximadamente, 43%. Em nosso [relatório de downgrade](#), quando rebaixamos a companhia para Neutro em 2023, argumentamos que seu operacional continuava resiliente, porém, seu *valuation* não justificava mais uma recomendação de entrada. Com o ambiente macroeconômico adverso, o cenário mudou. Observamos a deterioração de diversas ações, em especial, ligadas ao consumo doméstico, mesmo que, em diversos casos, seus fundamentos não tenham sido alterados (como enxergamos para a RD Saúde). Como apresentamos neste relatório, não observamos sinais de deterioração no varejo farmacêutico, assim como, embora inserido em um setor competitivo, acreditamos que a companhia tem conseguido lidar com esse tópico. Em termos de riscos, destacamos os principais fatores que devem ser monitorados para 2025, em nossa visão: (i) a evolução das expansões orgânicas, principalmente em um cenário de *guidance* mais agressivo, (ii) os impactos da nova regra da CMED no que diz respeito ao ICMS e (iii) a dinâmica de imposto de renda no *bottom line* com o fim da subvenção para investimentos. Por fim, em termos de *valuation*, enxergamos um múltiplo P/L de 27x para 2025e, aproximadamente 26% abaixo da média da RADL3 e um *valuation* por DCF que apresenta uma assimetria rara, em nossa visão.

**Três alavancas de top line bem definidas:** Acreditamos que a RD Saúde cresça, principalmente, (i) por meio de expansões orgânicas e maturação de suas farmácias, especialmente em um momento onde a companhia se torna mais agressiva, aumentando seu *guidance* de abertura de farmácias, (ii) através de serviços, que devem vir como um suporte para o *top line*, a fim de trazer maior fidelização de seus clientes e (iii) com o digital da companhia, que se aprimora por meio de sua logística, meios de pagamento e toda a jornada de medicamentos, também com a intenção de trazer maior fidelidade do cliente.

**Mesmo em um setor competitivo, a companhia se destaca.** A companhia apresenta um forte *market share* quando comparamos com seus *peers* listados. A companhia apresenta uma expectativa de 70% de *share* em termos de faturamento para 2026, comparando com Pague Menos, Panvel e d1000. Além disso, acreditamos que ainda existe espaço para expansão de farmácias, em especial, nas regiões Sul, Norte e Nordeste.

**Três tópicos que devem ser monitorados em 2025.** Os principais pontos de atenção na RD Saúde para 2025, em nossa visão, são (i) a evolução das expansões, principalmente com a companhia fornecendo um *guidance* mais agressivo, (ii) os impactos das novas regras da CMED com relação ao ICMS e (iii) a dinâmica de IR e lucro líquido com o fim a subvenção para investimentos, elevando a alíquota efetiva para ~25% (de ~13%).

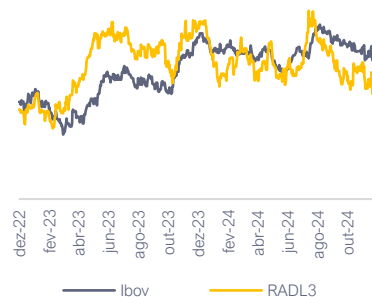
**Assimetria de valuation expressiva para a companhia.** Atualizamos nosso modelo, considerando um WACC de 11,7% e um g 5,9% e, com isso, nosso novo preço-alvo ficou em R\$ 32,00/ação, um *upside* de ~43%. Esse nível de *upside* foi visto apenas uma vez desde 2017 em uma análise que apresentamos neste relatório e consideramos isso uma assimetria rara em termos de *valuation* para as ações da RD Saúde. Além disso, em termos de múltiplo, enxergamos a companhia negociando a 27x P/L para 2025e, ~26% abaixo da média da companhia.

Abra Sua Conta

### RADL3

Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	39.506,7	
Últ. preço	R\$	22,32	
Preço-alvo	R\$	32,00	
Potencial		43,4%	
<b>M múltiplos</b>	<b>12m</b>	<b>24m</b>	<b>Média</b>
P/L	31,5x	24,7x	30,3x
Ev/Ebitda	13,1x	11,2x	14,8x
P/VPA	5,7x	5,0x	6,1x
<b>Oscilação</b>	<b>30d</b>	<b>12m</b>	<b>2024</b>
RADL3	-12,9%	-21,8%	-23,1%
Ibov	-5,5%	-7,9%	-10,0%
<b>Comps</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
ROE	18,0%	18,7%	20,7%
ROIC	17,1%	17,2%	18,7%
Alavancagem	0,7x	0,8x	0,7x

Histórico (base 100 = 24 meses)



**Research**  
research@ativainvestimentos.com.br

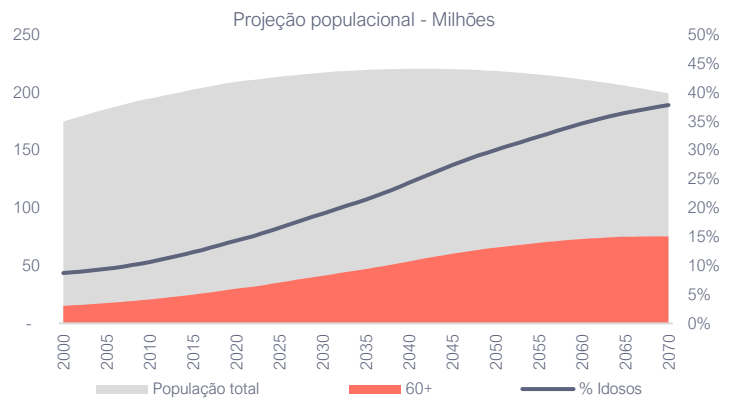
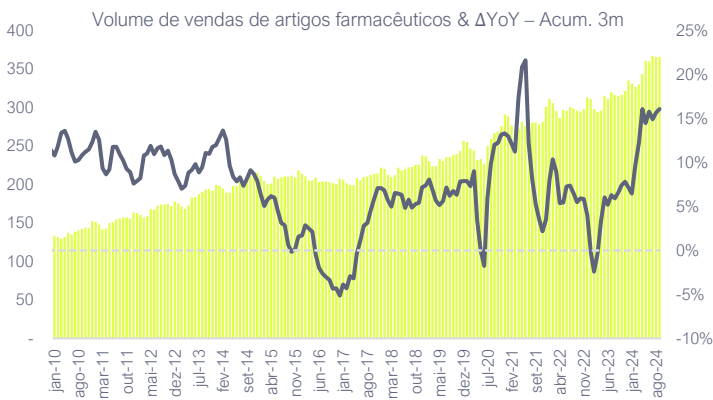
Lucas Dias, CNPI  
lucas.dias@ativainvestimentos.com.br

# RD Saúde | RADL3

## Vendas no varejo e projeção populacional

Nosso *upgrade* começa com uma visão de um ambiente macroeconômico estável para a RD Saúde. A venda de artigos farmacêuticos segue apresentando um volume forte, atrelada a um crescimento elevado. Além disso, apoiamos nossas projeções em um crescimento quase linear dos idosos, com potencial de atingir quase 40% da população em 2070 (vs. ~16,1% hoje).

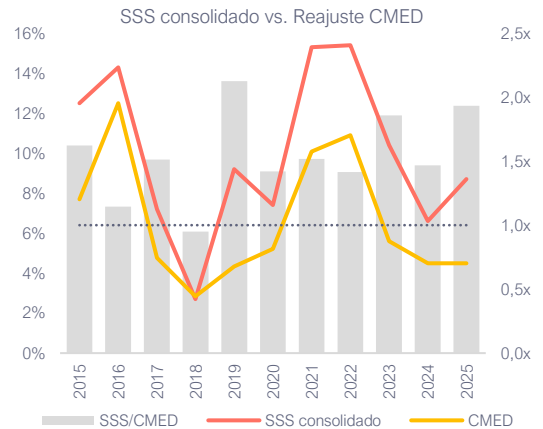
Em nossa visão, cenário do varejo farmacêutico não apresenta sinais de deterioração, se mantendo com fortes volumes e uma perspectiva de demanda sólida.



## Reajuste CMED e impactos para a RD Saúde

A maior alavanca de *top line* para a companhia é o reajuste CMED, normalmente aplicado em abril. O reajuste de 2024 veio em 4,5% e, para 2025, optamos por manter o mesmo nível esperado, podendo vir potencialmente menor, a depender dos níveis de inflação. Porém, para 2025, a CMED apresentou mudanças no cálculo do Preço Final (PF) e no Preço Máximo ao Consumidor (PMC), que retira o ICMS da base de cálculo do PIS/COFINS, reduzindo o preço dos medicamentos para os consumidores e, conseqüentemente, a necessidade de reajustes de preços por parte das varejistas. Esse movimento pode ocasionar em impactos negativos nas margens das empresas e também deve trazer maiores necessidades de negociações com fornecedores, a fim de trabalhar para manter os níveis de margem.

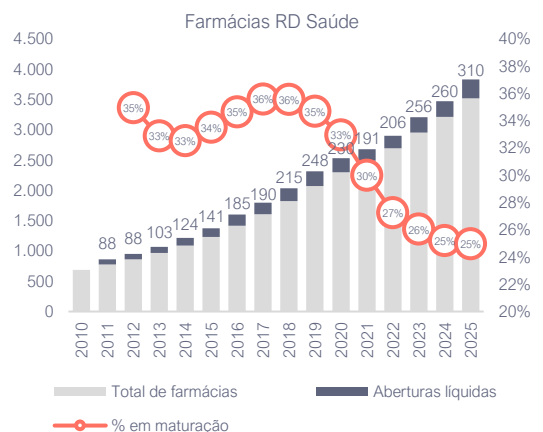
Dado o histórico consistente da RD Saúde em entregar níveis favoráveis de SSS (acima da CMED), não enxergamos essa mudança (caso aprovada) como um problema estrutural para a RD Saúde. Em nossas projeções, pressionamos marginalmente a margem bruta de longo prazo, porém, ainda se mantém em linha com a média da companhia.



## Alavancas para o top line

### Expansões

Dentre os motores que enxergamos para a RD Saúde gerar receita adicional, as expansões orgânicas e a maturação das novas lojas talvez sejam as principais. Com um *guidance* mais forte anunciado recentemente e uma TIR por loja estável, mesmo com lojas menores, acreditamos que as novas lojas sejam as principais vias para a companhia no momento, atrelado a uma área geográfica com espaço para expansão, como mostraremos. Vale pontuar que hoje a companhia ainda conta com 25% das farmácias em maturação, ou seja, que ainda não estão entregando sua performance plena.





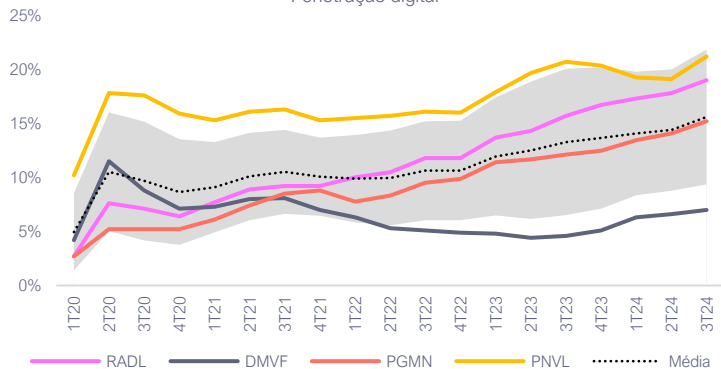
# RD Saúde | RADL3

## Digital e serviços

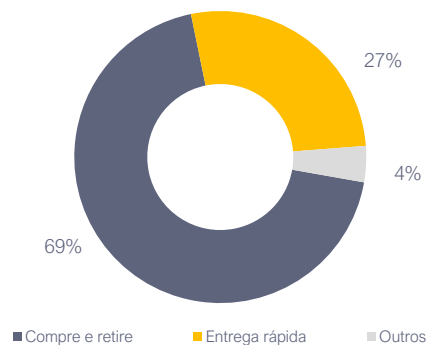
Duas outras frentes importantes para o crescimento da RD Saúde são a digitalização e os serviços. Em digitalização, a companhia segue expandindo sua penetração, com lojas atingindo um *range* de 16%-25%, dependendo de cada loja (no 3T24, o consolidado reportou 19%). A companhia destacou diversos aprimoramentos do digital para reforçar o canal e trazer maior fidelização, como a ampliação das formas de pagamento (implementação do Pix, com penetração de 50% nas vendas vs. cartão de crédito – pagar com pontos do programa Stix está sendo implementado), logística aperfeiçoada (95% dos medicamentos são separados e entregues pelas próprias farmácias – meta de 100% em 2025) e jornada do medicamento, em especial, medicamentos controlados, mais otimizada.

Em serviços, a companhia espera trazer maior fidelização de clientes através da atenção primária (vacinações e imunização, diagnósticos, monitoramentos e tratamentos de condições crônicas e diagnósticos e tratamentos de condições agudas de baixa complexidade), com cobertura dentro da saúde suplementar (planos de saúde privados) e da saúde complementar (serviços extra-rol da ANS). Nesse sentido, a RD Saúde hoje tem caminhado para, além de um varejo farmacêutico, um hub de saúde mais completo e estruturado. Acreditamos que essa modalidade, embora não seja o *core* da companhia, auxilie na fidelização de clientes e complemente o braço digital dos consumidores da RD Saúde, onde, no longo prazo, acreditamos trazer ganhos incrementais de volume para a companhia.

Penetração digital



Breakdown entregas em compras digitais 3T24 RADL



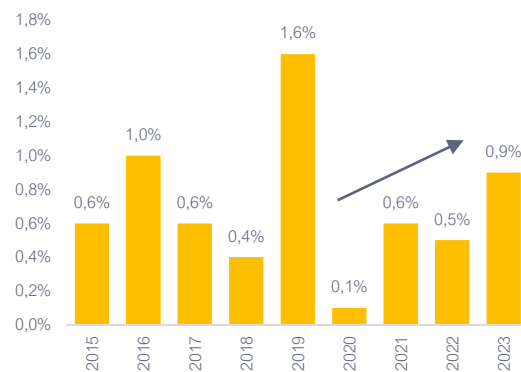
# RD Saúde | RADL3

## Competição e ganho de *market share*

Acreditamos que ainda existe espaço para a RD Saúde expandir seu *footprint* de farmácias. A companhia é líder no Sudeste, com 81% de *share* em número farmácias dentre as companhias listadas e 57% do seu *footprint*, porém, existe espaço para competir com a Panvel no Sul, onde a companhia tem 39% de *share* e 13% do seu *footprint*. Também acreditamos que existe espaço para penetrar as regiões Norte e Nordeste, que hoje é território da Pague Menos.

Em termos de faturamento, a RD Saúde apresenta o maior *share* estimado dentre as companhias listadas e percebemos que a companhia vem ganhando *share* contra redes independentes também. A própria companhia sinaliza que espera ver ganhos de *market share* ao longo de 2025 e acreditamos que as estratégias de fidelização mencionadas anteriormente terão papel crucial nesse processo.

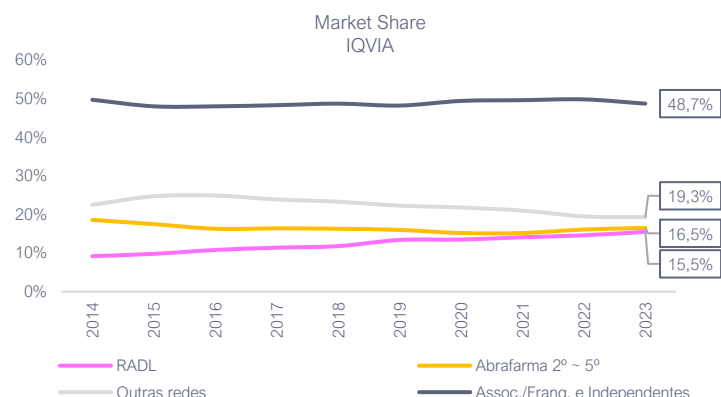
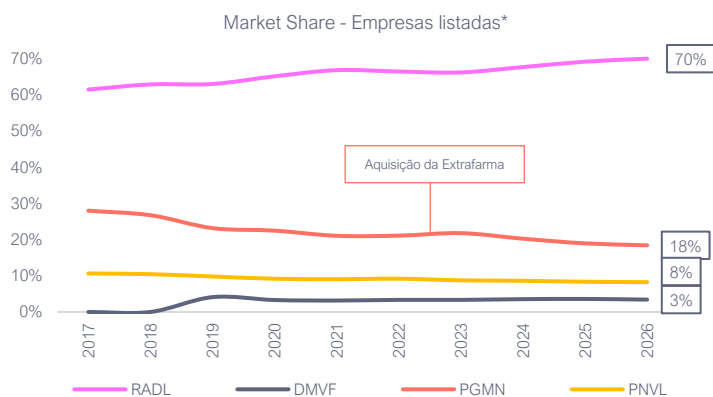
Crescimento de market share RADL



Farmácias por região	Sudeste	Sul	Norte	Nordeste	Centro-Oeste	Total de farmácias
RADL	57%	13%	4%	15%	1%	3.139
PNVL	2%	98%	-	-	-	612
PGMN	14%	3%	15%	62%	7%	1649
DMVF	70%	-	-	-	30%	259

Market Share - Empresas listadas	Sudeste	Sul	Norte	Nordeste	Centro-Oeste
RADL	81%	39%	34%	32%	65%
PNVL	1%	57%	-	-	-
PGMN	10%	4%	66%	68%	21%
DMVF	8%	-	-	-	14%



## O que monitorar em 2025?

Acreditamos que os principais pontos que devem ser monitorados na RD Saúde ao longo de 2025 são (i) a evolução das expansões, principalmente com a empresa fornecendo um *guidance* mais agressivo, (ii) os impactos das novas regras da CMED com relação ao ICMS e (iii) a dinâmica de IR e Lucro líquido com o fim a subvenção para investimentos, elevando a alíquota efetiva para ~25% (de ~13%).

## RD Saúde | RADL3

### Operacional por unidade de farmácia

Trouxemos uma análise individual das farmácias da RD Saúde. Consideramos premissas conservadoras, como uma margem de contribuição em 9,9% na maturidade (abaixo do *guidance* de 13,4%), receita anual média de R\$ 13,5 MM na maturidade e um capex por farmácia nova estimado em R\$ 1,9 MM, além das demais premissas apresentadas abaixo.

Com isso posto, observamos que uma farmácia madura entrega um RoIC de 18,6% com uma TIR real de 15,9%. Vale destacar que a RD Saúde enxerga uma TIR real de 23,8% para suas farmácias inauguradas nos últimos doze meses, ou seja, consideramos que nossas premissas estão em uma ponta bem mais conservadora do que a companhia espera. Por fim, sensibilizamos a nossa TIR pela margem de contribuição até o *guidance* da RD Saúde, onde, em um cenário mais otimista, com o *guidance* entregue, encontramos uma TIR real de 20,0%, de fato, mais próxima do que a empresa enxerga, sem considerar mudanças em outras premissas.

#### Premissas Unit Economics

Receita bruta madura (R\$ MM)	13.500	R\$ 1,25 MM/loja madura por mês (RADL Investor Day2024)
Margem de contribuição	9,9%	Aproximação da média histórica (abaixo do <i>guidance</i> da RADL, de 13,4%)
D&A	8,7%	Média taxa de depreciação do ativo imobilizado da RADL
Capex inicial (R\$ MM)	1946	Capex por loja nova estimado no 3T24
Ciclo de caixa (dias)	59	Ciclo de caixa estimado 3T24
Imposto de renda	34%	Alíquota total estimada
Maturidade	Ano 5	Divulgado pela empresa

Operacional (R\$ MM)	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Receita bruta		6.750	9.315	11.205	12.960	13.500	13.500	13.500	13.500	13.500	13.500
Curva de maturação (RADL <i>guidance</i> )		50,0%	69,0%	83,0%	96,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Margem de contribuição		0,0%	5,4%	7,9%	9,5%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Contribuição por loja		-	502	886	1.235	1.337	1.337	1.337	1.337	1.337	1.337
D&A		169	169	169	169	169	169	169	169	169	169
Imposto de renda		58	(113)	(244)	(362)	(397)	(397)	(397)	(397)	(397)	(397)
NOPAT		(112)	220	473	703	770	770	770	770	770	770
Capex	1946	1946	1946	1946	1946	1946	1946	1946	1946	1946	1946
Capital de giro	-	1.097	1.513	1.820	2.106	2.193	2.193	2.193	2.193	2.193	2.193
Capital investido total	1946	3.042	3.459	3.766	4.051	4.139	4.139	4.139	4.139	4.139	4.139
ROIC		-3,7%	6,4%	12,6%	17,4%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%
FCFF	(1946)	(1.208)	(197)	166	418	683	770	770	770	770	770
TIR											15,9%

#### Sensibilidade da margem de contribuição

	9,9%	10,8%	11,7%	12,5%	13,4%
TIR	15,9%	16,9%	17,9%	19,0%	20,0%

## RD Saúde | RADL3

### Projeções

Atualizamos nossas projeções para RD Saúde e estamos olhando para um CAGR de receita bruta em 10,8%. Além disso, fixamos uma margem bruta de longo prazo em 29,9%, em linha com a média da companhia, levemente acima do que esperamos para 2024. No ebitda, olhamos um CAGR de 9,0%, com margem de longo prazo próxima de 6,0%, enquanto no lucro líquido um CAGR de 13,6%. Vale pontuar que a alíquota de IR foi elevado de ~13% para ~25% com o fim da subvenção para investimentos. Para 2025, enxergamos um SSS consolidado em 8,7% e um SSS de farmácias maduras em 6,8%. Em termos de abertura de farmácias, com o aumento do *guidance* de 2025 para 330~350 aberturas brutas, fixamos a ponta inferior do *guidance* em nosso modelo (assim como em 2024, em 280 aberturas brutas). Em termos de *yield*, olhamos para um FCFE *yield* em 5,7% para 2025 e 6,6% para 2026. Por fim, temos um RoIC de longo prazo de 15,5% e um RoIC médio de 16,8%, uma diferença positiva de 3,8 p.p. e 5,1 p.p., respectivamente, em relação ao nosso custo de capital, apresentado a seguir.

Métricas operacionais - R\$ MM	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Receita bruta	36.349	42.249	50.158	57.503	64.339	72.253	80.988	89.436	97.285	104.971	111.890	118.182
Receita líquida	33.974	39.249	46.728	53.723	60.195	67.692	75.978	84.014	91.504	98.859	105.505	111.573
Lucro bruto	10.207	11.657	14.027	16.046	17.979	20.218	22.693	25.093	27.330	29.527	31.512	33.324
Margem bruta	30,0%	29,7%	30,0%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%
Ebit	2.093	2.489	3.084	3.080	3.472	3.927	4.432	4.927	5.395	5.858	6.283	6.677
Margem ebit	6,2%	6,3%	6,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%
Ebitda	3.754	4.306	5.301	5.693	6.249	6.889	7.587	8.237	8.815	9.364	9.834	10.239
Margem ebitda	11,1%	11,0%	11,3%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	9,5%	9,3%	9,2%
Lucro líquido	1.087	1.139	1.418	1.510	1.841	2.179	2.545	2.907	3.257	3.569	3.850	4.089
Margem líquida	3,2%	2,9%	3,0%	2,8%	3,1%	3,2%	3,3%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,7%
SSS consolidado	10,4%	6,6%	8,7%	5,4%	4,5%	6,6%	7,9%	7,6%	7,2%	7,1%	6,2%	5,6%
SSS lojas maduras	7,9%	6,7%	6,8%	5,3%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Total de farmácias (#)	2.953	3.213	3.523	3.805	4.039	4.225	4.363	4.453	4.495	4.519	4.525	4.525
Maduras (#)	2.184	2.403	2.643	2.895	3.159	3.475	3.763	4.003	4.195	4.339	4.435	4.485
Ano 3 (#)	240	260	270	280	330	300	250	200	150	100	50	30
Ano 2 (#)	259	270	280	330	300	250	200	150	100	50	30	10
Ano 1 (#)	270	280	330	300	250	200	150	100	50	30	10	-

Múltiplos e yield	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
P/L	33,7x	27,0x	25,4x	20,8x	17,6x	15,1x	13,2x	11,8x	10,7x	10,0x	9,4x
EV/EBITDA	9,7x	7,9x	7,4x	6,7x	6,1x	5,5x	5,1x	4,8x	4,5x	4,3x	4,1x
FCFE yield	6,7%	6,0%	6,9%	8,4%	9,7%	11,1%	12,1%	13,4%	14,7%	15,5%	16,6%
Dividend yield	1,3%	1,7%	2,0%	2,6%	3,4%	4,0%	4,5%	5,1%	5,6%	6,0%	6,4%

Rentabilidade	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
ROE	18,0%	18,7%	20,7%	19,8%	21,8%	23,4%	24,6%	25,3%	25,4%	25,1%	24,4%	23,5%
ROIC	17,1%	17,2%	18,7%	16,6%	16,7%	16,8%	16,9%	16,9%	16,7%	16,4%	16,0%	15,5%

## RD Saúde | RADL3

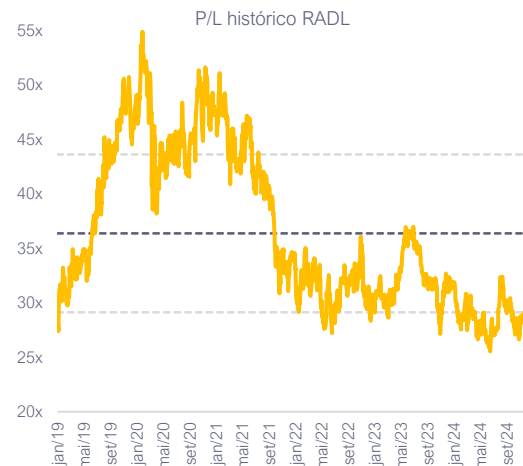
### Valuation e recomendação

Estamos elevando nossa recomendação para Compra (de Neutro) e elevando nosso preço-alvo para R\$ 32,00/ação (de R\$ 28,20/ação), implicando em um *upside* de ~43%. Nosso preço-alvo foi definido com base no modelo do DCF com um WACC de 11,7% e um crescimento em perpetuidade de 5,9%. Além disso, enxergamos a companhia negociando a 27x P/L 2025e, que, embora seja um múltiplo elevado, está, aproximadamente, 26% abaixo da média da RADL3.

Premissas CAPM		Sensibilidade WACC x G				
		12,7%	12,2%	11,7%	11,2%	10,7%
Risk free rate	7,3%					
Equity risk premium	5,5%	6,4%				
Beta alavancado	1,26	6,1%				
<b>Ke</b>	<b>14,2%</b>	<b>5,9%</b>				
Custo de dívida	9,6%	5,6%				
Alíquota IR	25,0%	5,4%				
<b>Kd</b>	<b>7,2%</b>					
%Equity	65%					
%Debt	35%					
<b>WACC</b>	<b>11,7%</b>					

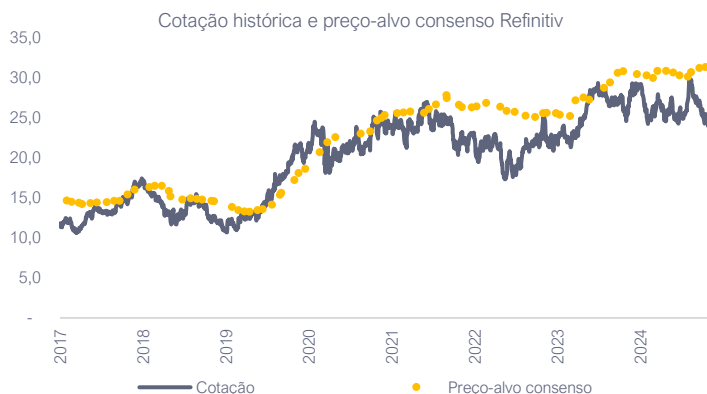
  

	12,7%	12,2%	11,7%	11,2%	10,7%
R\$ 28,00	R\$ 28,00	R\$ 31,00	R\$ 34,00	R\$ 37,00	R\$ 41,00
R\$ 28,00	R\$ 28,00	R\$ 30,00	R\$ 32,00	R\$ 36,00	R\$ 40,00
R\$ 27,00	R\$ 27,00	R\$ 29,00	<b>R\$ 32,00</b>	R\$ 34,00	R\$ 38,00
R\$ 26,00	R\$ 26,00	R\$ 28,00	R\$ 31,00	R\$ 33,00	R\$ 37,00
R\$ 26,00	R\$ 26,00	R\$ 28,00	R\$ 30,00	R\$ 32,00	R\$ 35,00



Por fim, apenas uma reflexão sobre o histórico da companhia, observamos que, desde de 2017, ao analisar o preço-alvo médio do consenso de mercado durante 84 meses, em apenas um período o *upside* estava acima de 40%, para ser mais exato, em mai/2022, representando 1,2% do total das análises. Em apenas 3,6% das análises, ou seja, três vezes, o *upside* médio do consenso estava superior a 30%. Hoje, enxergamos a companhia com um *upside* de ~43%, se encaixando em um raro período em que seu *valuation* apresenta uma forte assimetria em relação a cotação de mercado. Com essa reflexão, reforçamos nosso *upgrade*.

Histórico de upside da RADL 2017~2024		
Upside	Número de vezes	% sobre total de análises
+40%	1	1,2%
+30%	3	3,6%
+20%	16	19,0%
+10%	41	48,8%





## Balço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ MM

Balço Patrimonial	4T24	1T25	2T25	3T25	4T25	2024	2025	2026
<b>Ativo Total</b>	<b>22.309,1</b>	<b>23.038,7</b>	<b>24.160,3</b>	<b>25.431,3</b>	<b>25.773,5</b>	<b>22.309,1</b>	<b>25.773,5</b>	<b>29.206,1</b>
Caixa & Aplicações	562,9	746,1	1.116,1	1.436,7	610,2	562,9	610,2	673,3
Estoques	7.937,5	8.490,3	8.688,8	9.282,5	9.650,9	7.937,5	9.650,9	11.399,8
Contas à Receber	3.125,3	3.203,7	3.412,1	3.499,1	3.742,9	3.125,3	3.742,9	4.328,5
Outros Ativos CP	12.629,9	13.457,8	14.301,0	15.330,0	15.193,2	12.629,9	15.193,2	17.761,4
Outros Ativos LP	9.679,2	9.580,9	9.859,2	10.101,4	10.580,3	9.679,2	10.580,3	11.444,7
Ativo Fixo	8.580,8	8.819,6	9.048,4	9.269,8	9.479,9	8.580,8	9.479,9	10.416,8
<b>Passivo &amp; PL</b>	<b>22.309,1</b>	<b>23.038,7</b>	<b>24.160,3</b>	<b>25.431,3</b>	<b>25.773,5</b>	<b>22.309,1</b>	<b>25.773,5</b>	<b>29.206,1</b>
Fornecedores	5.442,9	5.908,9	6.047,1	6.460,3	6.716,7	5.442,9	6.716,7	8.044,9
Dívida (Curto Prazo)	799,4	743,5	799,2	831,8	812,1	799,4	812,1	809,5
Outros Passivos CP	2.925,3	2.943,4	3.062,3	3.203,7	3.373,5	2.925,3	3.373,5	3.796,7
Dívida (Longo Prazo)	3.340,1	3.106,5	3.339,4	3.475,3	3.393,1	3.340,1	3.393,1	3.382,2
Outros Passivos LP	3.720,0	4.054,9	4.159,8	4.433,0	4.616,9	3.720,0	4.616,9	5.556,8
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>6.081,5</b>	<b>6.281,6</b>	<b>6.752,5</b>	<b>7.027,3</b>	<b>6.861,2</b>	<b>6.081,5</b>	<b>6.861,2</b>	<b>7.616,0</b>

R\$ MM

DRE	4T24	1T25	2T25	3T25	4T25	2024	2025	2026
Receita Líquida	10.472,5	10.802,7	11.505,6	11.798,9	12.621,2	39.249,3	46.728,5	53.722,7
CMV	(7.377,6)	(7.688,4)	(7.868,2)	(8.405,8)	(8.739,4)	(27.592,3)	(32.701,9)	(37.677,0)
Lucro Bruto	3.094,9	3.114,3	3.637,4	3.393,1	3.881,8	11.657,0	14.026,6	16.045,7
Total de Despesas Op.	(2.466,9)	(2.544,8)	(2.718,3)	(2.735,4)	(2.944,6)	(9.168,0)	(10.943,1)	(12.965,4)
EBIT	627,9	569,5	919,1	657,7	937,2	2.489,0	3.083,5	3.080,3
Resultado Fin.	(252,0)	(300,9)	(289,5)	(289,5)	(306,4)	(975,8)	(1.186,4)	(1.059,5)
IR & CSLL	(92,6)	(66,7)	(157,0)	(91,6)	(157,3)	(368,4)	(472,6)	(503,2)
Lucro Líquido	277,9	200,1	470,9	274,8	471,8	1.139,0	1.417,7	1.509,6
EBITDA	1.094,9	1.082,2	1.465,2	1.217,7	1.536,3	4.305,7	5.301,4	5.693,0

### Margens

Bruta	29,6%	28,8%	31,6%	28,8%	30,8%	29,7%	30,0%	29,9%
EBIT	6,0%	5,3%	8,0%	5,6%	7,4%	6,3%	6,6%	5,7%
EBITDA	10,5%	10,0%	12,7%	10,3%	12,2%	11,0%	11,3%	10,6%
Líquida	2,7%	1,9%	4,1%	2,3%	3,7%	2,9%	3,0%	2,8%

### Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		18,7%	18,8%	18,1%	20,5%	15,5%	19,1%	15,0%
Δ EBITDA		12,3%	32,8%	6,4%	40,3%	14,7%	23,1%	7,4%
Δ Lucro Líq.		3,5%	43,3%	-19,0%	69,8%	4,8%	24,5%	6,5%

R\$ MM

Fluxo de Caixa	4T24	1T25	2T25	3T25	4T25	2024	2025	2026
NOPLAT	471,0	427,1	689,3	493,3	702,9	1.880,7	2.312,6	2.310,2
(-) IR & CSLL	(92,6)	(66,7)	(157,0)	(91,6)	(157,3)	(368,4)	(472,6)	(503,2)
(+) Depreciação & Amort.	467,0	512,7	546,1	560,0	599,0	1.816,7	2.217,9	2.612,7
(-) Δ Capital de Giro	101,9	(160,7)	(216,1)	(153,8)	(263,5)	(24,4)	(794,0)	(753,7)
(-) CAPEX	(352,0)	(352,1)	(375,4)	(382,0)	(409,7)	(1.181,6)	(1.519,2)	(1.717,7)
<b>(=) FCFE</b>	<b>687,7</b>	<b>427,1</b>	<b>643,9</b>	<b>517,5</b>	<b>628,8</b>	<b>2.491,4</b>	<b>2.217,4</b>	<b>2.451,5</b>





## DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

### Research

[research@ativainvestimentos.com.br](mailto:research@ativainvestimentos.com.br)

### Institucional

#### Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290  
Mesa SP: (55 11) 3339-7036  
Sales: (55 21) 3515-0202

### Pessoa Física

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256  
Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996  
Mesa GO: (55 41) 3270-4100  
[assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br](mailto:assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br)

### Atendimento

0800 285 0147

### Ouvidoria

0800 717 7720